

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, depreciación del tipo de cambio oficial y recaudación de abril**
- **Mercado cambiario: primeras impresiones tras el episodio de *stress***
- **Fiscal: Sin sequía, la recaudación no hubiese caído en abril**

Editorial: Ventas del Banco Central, depreciación del tipo de cambio oficial y recaudación de abril

El Banco Central vendió USD 180 millones esta semana, promediando USD 45 millones diarios. De esta forma, su rojo creció en relación con la semana pasada, cuando había vendido USD 50 millones en total (USD -10 millones promedio diario). Esta dinámica se explicó por el aumento de las ventas a la “economía no agropecuaria”, en tanto las liquidaciones de la tercera edición del Programa de Incremento Exportador pasó de USD 60 millones promedio diario en la última semana de abril a USD 105 millones en el arranque de mayo. En la misma línea, la oferta de CIARA (en líneas generales incluida dentro del Programa, pero con algunos bienes no alcanzados, principalmente cereales) treparon de USD 110 millones a USD 140 millones. En contrapartida, la demanda del resto de la economía saltó de USD 120 millones promedio diario a casi USD 190 millones, impulsada por pagos de energía entre otros.

Con estos números, la autoridad monetaria acumula ventas por USD 3.150 millones en lo que va del año, contrastando con los USD 630 millones comprados en igual período del año pasado. Este cambio se explica por las menores liquidaciones del sector agropecuario, golpeadas tanto por la sequía y su impacto en las cantidades cosechadas como por la caída de los precios internacionales (-7,2% i.a. para la soja, -8,8% i.a. para el maíz y -12,7% i.a. para el trigo), que pasaron de USD 11.100 millones en el primer cuatrimestre de 2022 a USD 5.200 millones en 2023. Por su parte, las ventas al resto de la economía moderaron el retroceso, pasando de USD 10.985 millones a USD 8.150 millones en igual período.

El tipo de cambio oficial avanzó 1,6% esta semana, equivalente a un promedio diario de 0,40% y una tasa mensualizada de 8,4%. De esta forma, la divisa se movió en línea con el cierre de abril, cuando había trepado 1,9% en la semana, equivalente a una media diaria de 0,37% y de 7,7% mensualizada. Así, el dólar oficial acumuló su segunda semana consecutiva subiendo por encima del nivel general de precios (+7,7% en marzo) y de la tasa de interés de referencia (+7,6% luego de la suba de la TNA a 91%).

En otro orden, resalta que el tipo de cambio paralelo (MEP AL30) cerró la semana en torno de 432 ARS/USD, retrocediendo 1,2% respecto del último viernes y 4,2% en relación con el pico del 25 de abril (450 ARS/USD). Como resultado, acumula un avance de 7,8% en el último mes, en línea con la inflación. Por último, vale destacar que la brecha terminó la semana apenas por encima del 90%, permaneciendo en valores similares a los de comienzos de abril y más de 10 p.p. por debajo del techo de la semana pasada.

En abril, la Recaudación del Sector Público Nacional creció 90,2% i.a. respecto de igual mes del año pasado, lo que implica una caída de 7,7% i.a. en términos reales. No obstante, excluyendo los cobros por derechos de exportación del cálculo (-30% i.a. real), se verifica un aumento de 104,3% i.a., en línea con la inflación de los últimos doce meses. La mejora en los ingresos por aportes y contribuciones a la seguridad social (+2% i.a. real) y de las percepciones por IVA DGI (+3,1% i.a.) atenuaron la pérdida que provoca el *shock* climático adverso.

En el plano internacional, sobresale que la Reserva Federal de Estados Unidos subió por tercera vez en el año su tasa de referencia (y por décima desde enero de 2022, cuando estaba en 0,25%), llevándola de 5% a 5,25%. La próxima reunión será a mediados de junio, y podría ser la primera sin novedades desde mayo del año pasado, según la lectura del mercado de las declaraciones de Jerome Powell, titular de la entidad. Para eso, será fundamental conocer el dato de inflación de abril, que se publicará el próximo miércoles 10 de mayo. En igual sentido, el Banco Central Europeo incrementó en 0,25 p.p. su tasa de referencia, llevándola a 3,75%, lo que representa un menor ajuste que los anteriores (+0,50 p.p.).

Mercado cambiario: primeras impresiones tras el episodio de *stress*

La semana pasada se aceleró el tipo de cambio paralelo: entre el viernes 21 de abril y el martes 25, el contado con liquidación pasó de la zona de 430 ARS/USD a la de 455 ARS/USD, trepando más de 6% en dos ruedas. Más aún, considerando que en las semanas anteriores también se habían registrado ciertas subas, el contado con liquidación en el exterior acumulaba un crecimiento de 12,1% en el mes, el mayor desde julio del año pasado, cuando las tensiones que había provocado el desarme de posiciones en pesos y los sucesivos recambios de ministros habían redundado en un avance mayor al 30% en el mes.

En la última semana y media, el tipo de cambio paralelo retrocedió 7,4% respecto del pico, ubicándose en torno de los 425 ARS/USD y acumulando un incremento de 3,8% (equivalente a 55% anualizado) en relación con el cierre de marzo. Para dimensionar el episodio de *stress*, vale destacar que, a mediados del año pasado, el dólar paralelo había superado los ARS 550 actuales, de modo que los niveles vigentes están lejos de los máximos históricos, incluso recientes, una vez descontada la inflación.

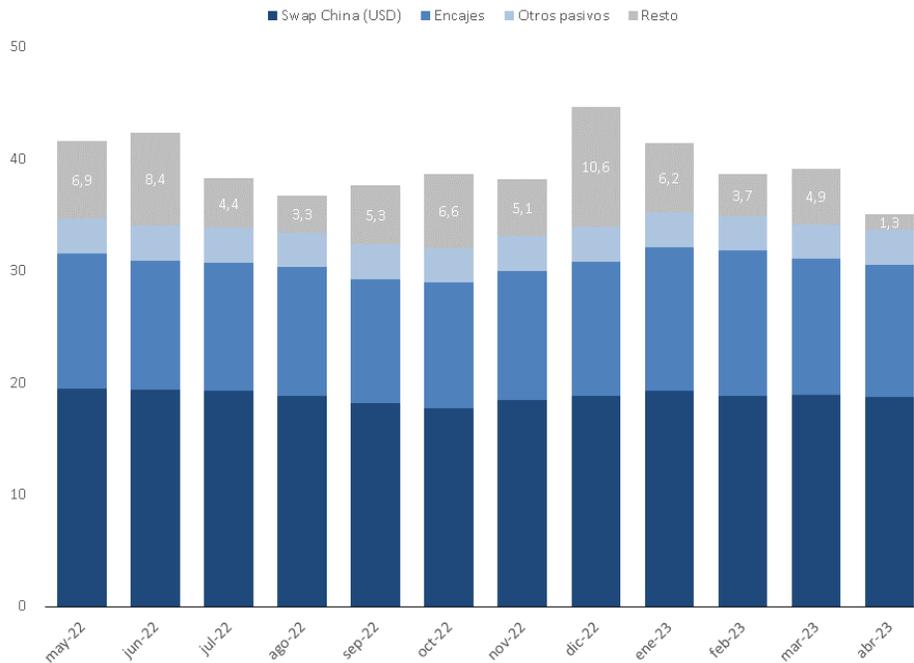
Ahora bien, pasado los momentos de mayor tensión, tiene sentido preguntarse i) ¿por qué saltó la demanda de divisas?, ii) ¿por qué frenó? y iii) ¿se repetirá en el corto plazo?

En relación con el primer punto, vale destacar que, en Argentina, consecuencia del control de cambios, hay dos precios para un mismo bien, o lo que es similar, dos mercados para un mismo producto: el “dólar” se vende a ARS 225 en el mercado oficial, asociado principalmente a operaciones de la cuenta corriente -comercio exterior de bienes y servicios-, y con impacto directo e inmediato en las reservas del Banco Central, y a los ARS 425 mencionados en el paralelo, más asociado a las operaciones financieras. Si bien estos mercados están muy relacionados de manera indirecta, no lo están necesariamente de manera directa: la dinámica del segmento financiero puede explicarse por razones del segmento comercial, pero también puede hacerlo por otros motivos. Asimismo, sus movimientos pueden impactar en el mercado oficial, pero también pueden no hacerlo.

Explicado esto, podemos comenzar con el análisis. En primer lugar, resalta que el stock de reservas está en niveles mínimos de los últimos años. La sequía con su impacto sobre el sector externo, en un escenario de moderada reactivación de la demanda interna y deterioro de los términos de intercambio -cociente de precios entre nuestras exportaciones y nuestras importaciones- redujeron considerablemente el superávit comercial en los últimos meses.

El financiamiento externo comercial al sector privado moderó este deterioro, pero no logró revertirlo (ver **Semana Económica 773**). Asimismo, considerando los datos de marzo, este flujo pareciera haber menguado en las últimas semanas. En un sentido similar, los ingresos de la cuenta capital -FMI- se volverán salidas en los próximos meses, sumando tensiones que antes no estaban.

Gráfico I – Reservas brutas desagregadas según pasivos del BCRA, saldos a fin de cada mes. En USD miles de millones. Fuente: BCRA.

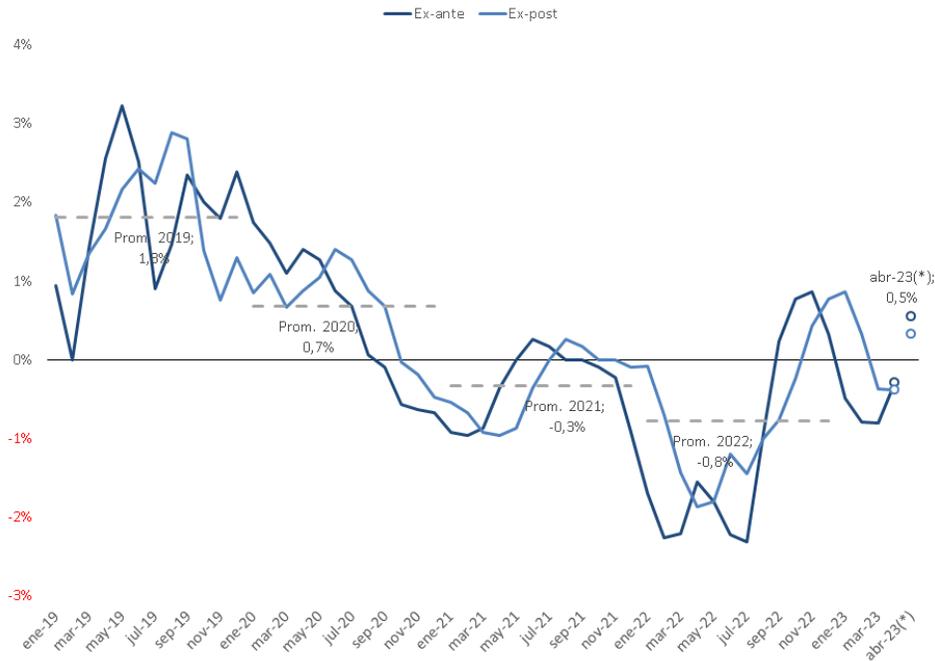


Como se observa en el gráfico de arriba, el anterior mínimo de las reservas había sido en agosto pasado: en ese entonces, el Programa de Incremento Exportador de septiembre descomprimió la situación. En igual sentido, se desprende que el pico relativo de esta serie fue en diciembre pasado, luego de la segunda edición del Programa. En este contexto, cabía esperar que la tercera edición del Programa, conocida como “dólar agro” ayudara a esta situación.

Sin embargo, en las primeras ocho ruedas del Programa -es decir, hasta el mencionado 21 de abril- la venta de divisas del sector agropecuario fue sensiblemente menor que la de septiembre 2022 (USD 1.100 millones vs. USD 4.800 millones), a la vez que era similar a la de diciembre pasado (USD 1.200 millones), cuando el objetivo de liquidación era casi la mitad que el del Programa actual. En este marco, arreciaron las dudas y las tensiones.

En respuesta, el Banco Central incrementó su tasa de interés de referencia, llevándola de 81% de TNA a 91%. De esta forma, la tasa efectiva mensual saltó de 6,75% a 7,6%. Si bien este número está por debajo de la inflación de marzo, supera a las expectativas de abril y a la suba de precios esperada para los próximos meses. El mayor costo de financiamiento en pesos podría tener un efecto negativo sobre el consumo y la inversión, vía una menor demanda de crédito, pero, en el mismo movimiento, desalentaría la demanda de divisas, ya que el rendimiento del ahorro en pesos habría mejorado en relación con la devaluación esperada en el corto plazo.

Gráfico II – Tasa de interés real, promedio mensual. Abr-23(*): fin de período y con una inflación de 7,5% mensual. Fuente: BCRA.



Por último, y no menor, sobresalen las intervenciones del sector público en el mercado de bonos: la compra de títulos con reservas permite sostener el precio de los pasivos en moneda extranjera, moderando la cotización de la divisa. Al momento, no contamos con información referida a los montos de intervención -algo que no pasaba desde 2021-, pero la misma no puede desprejiciarse en un contexto de escasez de reservas.

En síntesis, resalta que las tensiones se generaron por la incertidumbre que presenta el sector externo en este marco de sequía y una demanda interna que no cede, especialmente medida en dólares oficiales. Asimismo, que el tipo de cambio paralelo fuera por debajo de la inflación desde enero (en diciembre del año pasado había subido 6,6%, contra una suba de precios del 5,1%) también alimentó cierta demanda.

Del otro lado, las tensiones se descomprimieron por una mayor tasa de interés y las intervenciones del sector público, que, en contraposición a lo esbozado en la última revisión del acuerdo con el FMI, usaron reservas para frenar al tipo de cambio paralelo.

De cara al futuro, entonces, la pregunta es qué condiciones prevalecerán, si las primeras o las segundas, para saber si la situación podrá o no repetirse. En este sentido, será fundamental la liquidación del sector agropecuario, que viene recuperándose luego de una baja en los días previos al 20 de abril (promedio diario de USD 75 millones vs. USD 92 millones en la actualidad). A mayores números de retención de cosecha, mayores serán las perspectivas de estabilidad.

Fiscal: Sin sequía, la recaudación no hubiese caído en abril

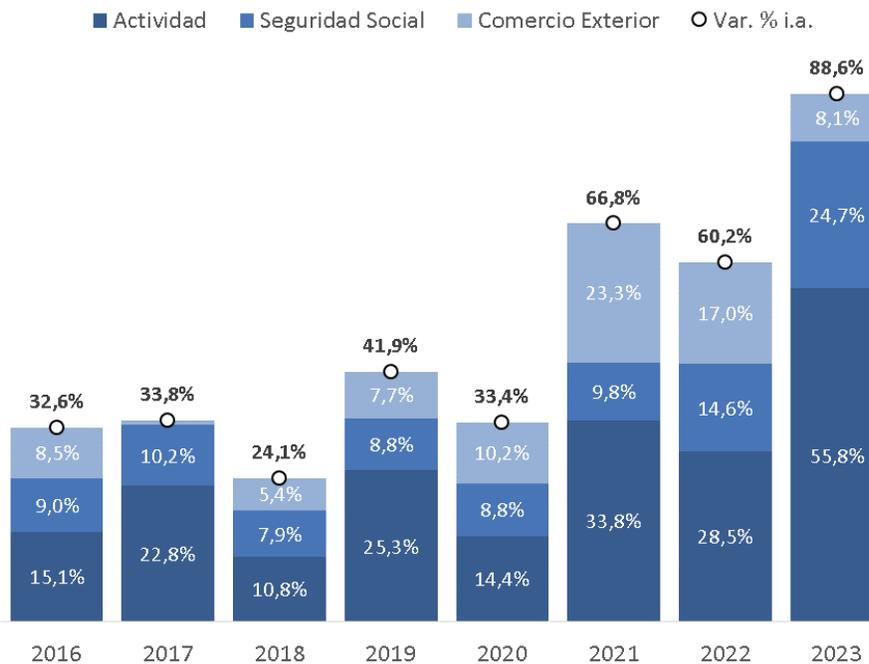
La recaudación sumó ARS 2,5 billones en abril, marcando un crecimiento de 90,2% en términos nominales respecto de igual mes del año pasado. De esta forma, se verifica una caída de 7,7% en relación con abril de 2022, asumiendo una inflación de 7,0% para el cuarto mes de 2023, en línea con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central de marzo (último publicado al momento de escribir este informe).

Al igual que en el primer trimestre, el retroceso se explicó por los derechos a la exportación: afectados por la sequía y la caída de precios internacionales, los ingresos por “retenciones” crecieron 46% i.a. nominal, marcando una caída de casi 30% i.a. en términos reales y explicando 7,5 p.p. del retroceso agregado, marcando que, en líneas generales, el resto de las partidas se mantuvo estable.

Si bien esto representa una performance “menos mala” que los meses anteriores (en el primer trimestre, esta partida se redujo 40% i.a. en términos reales, explicando 10,7 p.p. de una caída agregada de 7,9% i.a., de modo que, excluyendo retenciones, la recaudación creció entre enero y marzo), no por eso dejó de ser determinante. La tercera edición del Programa de Incremento Exportador motivó este avance, dado que las estimaciones del impacto de la sequía se agravaron en abril, a la vez que los precios internacionales profundizaron su caída respecto del arranque del año: de 2,9% i.a. entre enero y marzo a 11,1% i.a. en abril en la soja, de -1,0% i.a. a -15,4% i.a. en el maíz y de -1,2% i.a. a -20,6% i.a. en el trigo -la guerra entre Rusia y Ucrania comenzó en febrero de 2022 con su impacto en *commodities*, por lo que entre marzo y junio las bases de comparación serán particularmente altas.

Por su parte, los tributos vinculados a la actividad tuvieron un mejor desempeño en abril, creciendo 104,3% i.a. en el agregado, impulsados por IVA DGI (+130,6% i.a. nominal, +11,9% i.a. en términos reales) y Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, que saltó 110,7% i.a. equivalente a +2,2% i.a. deflactado. Se observa así cómo i) los tributos vinculados a la actividad interna siguen mostrando un dinamismo considerable, incluso en un contexto de fuerte aceleración inflacionaria y ii) cómo la caída de la recaudación se explica por la sequía: sin ella, el resultado agregado hasta podría considerarse “positivo”.

Gráfico I – Participación en el crecimiento de la recaudación por segmento de tributos. Primer cuatrimestre de cada año. Fuente: Hacienda

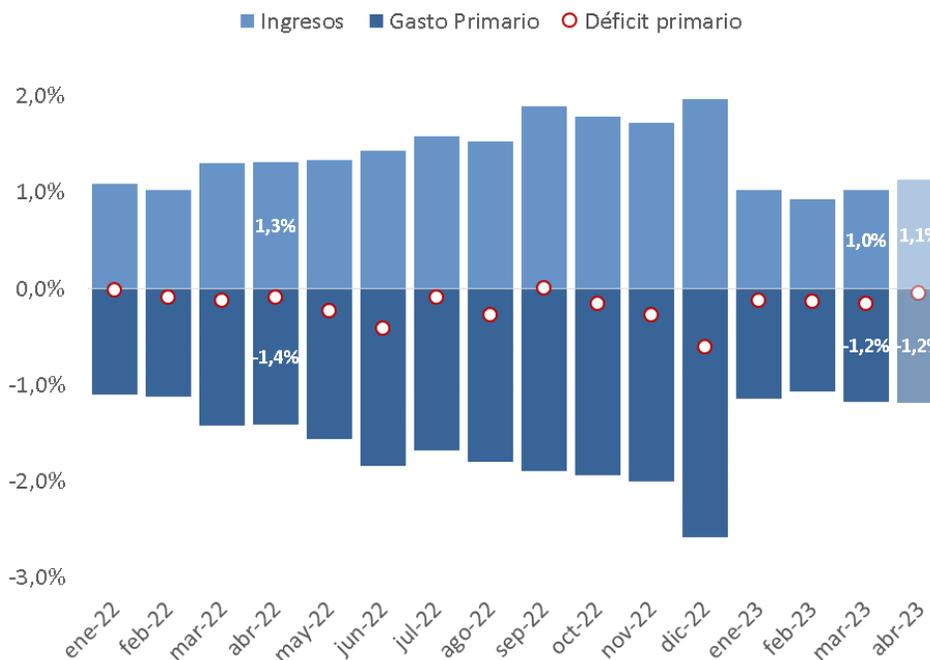


Entre enero y abril, la recaudación acumuló ARS 9,3 billones, equivalente a 5,5% del PIB (-0,4 p.p. en relación con el 5,9% alcanzado en igual período del año pasado). En términos nominales, se verifica un salto de 88,6% i.a., equivalente a una caída de 7,1% i.a. en términos reales. Nuevamente, y tal como explicamos más arriba, el deterioro obedece íntegramente a los menores derechos por exportación: esta partida trepó 30% i.a. en términos nominales, retrocediendo casi 36,0% i.a. deflactado. De esta forma, aportó una caída de 9,7 p.p. al

total, por lo que, al igual que en el primer trimestre, la recaudación creció al excluir los derechos a la exportación. En este punto, vale destacarse que esta partida se redujo en 0,4 p.p. del PIB: de esta otra óptica también se observa cómo su mal desempeño explicó el deterioro agregado.

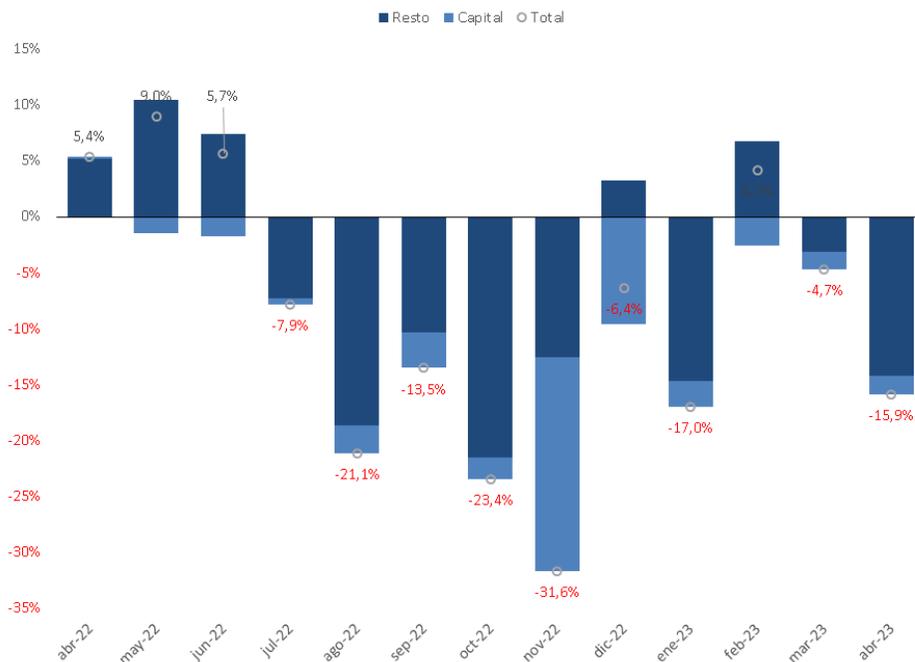
Como se desprende del primer gráfico, el aporte de los tributos del comercio exterior al crecimiento de la recaudación es menos de la mitad de lo que fue en 2022 y 15 p.p. menos que en 2021. Por lo tanto, en términos de resultado primario, podemos afirmar que su deterioro se explica, en gran medida, por el *shock* climático adverso, máxime en un contexto de caída del gasto primario. Considerando que la revisión de marzo del Acuerdo de Facilidades Extendidas tenía estimaciones de cosecha más optimistas que los datos observados, no descartamos una dispensa -*waiver*- que salve el desequilibrio.

Gráfico II – Resultado primario, en % del PIB. Fuente: Hacienda e INDEC



Sin datos base caja todavía (se publicarán el lunes 22 de mayo), los números base devengado inducen a pensar que el gasto primario aceleró su retroceso interanual en abril, pasando de -5% i.a. en marzo a -16% i.a. el mes pasado. De esta forma, se desprende cómo, asumiendo un déficit primario virtualmente “exógeno” producto del acuerdo con el FMI, el deterioro de los ingresos por las menores ventas externas está teniendo un efecto directo sobre los gastos -en un año de recesión y, no menor, tensiones en el mercado cambiario que limitan eventuales posibilidades de expandir el rojo-.

Gráfico III – Gasto primario, variación interanual y contribución al crecimiento. Fuente: INDEC y Hacienda.



Principales variables

Calendario y anexo semana económica

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	IV-22	-1,5%	1,9%	INDEC	22-jun-23
EMAE	%	feb-23	-0,0%	0,2%	INDEC	23-may-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	feb-23	6,0%	97,4%	INDEC	10-may-23
Salarios reales INDEC	%	feb-23	-0,6%	-1,5%	INDEC	10-may-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB	mar-23	3,0%	17,8%	Hacienda	22-may-23
Gasto primario	% PIB	mar-23	3,4%	20,0%	Hacienda	22-may-23
Resultado primario	% PIB	mar-23	-0,4%	-2,5%	Hacienda	22-may-23
Resultado financiero	% PIB	mar-23	-0,9%	-4,1%	Hacienda	22-may-23
Precios						
IPC Nacional	%	mar-23	7,7%	104,2%	INDEC	12-may-23
IPC Núcleo, nacional	%	mar-23	7,2%	102,1%	INDEC	12-may-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	mar-23	5.723	84.911	INDEC	24-may-23
Importaciones (INDEC)	USD M	mar-23	6.782	80.756	INDEC	24-may-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	mar-23	-1.059	4.155	INDEC	24-may-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	mar-23	-747	18.197	BCRA	24-may-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	mar-23	-1.273	-17.865	BCRA	24-may-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	mar-23	1.868	-2.609	BCRA	24-may-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	04-may-23	225,7		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	04-may-23	1,4		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	04-may-23	431,9		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	04-may-23	2,7		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	04-may-23	34.130		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	28-abr-23	11.764		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	28-abr-23	18.767		BCRA	Diaria
BIS	USD M	28-abr-23	3.151		BCRA	Diaria
Resto	USD M	28-abr-23	448		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	10-feb-23	6,3%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	10-feb-23	6,0%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	04-may-23	5,0	0,6%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	04-may-23	6,9	3,2%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	04-may-23	529,8	-15,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	04-may-23	317,5	-31,5%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	04-may-23	532,9	-22,2%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	04-may-23	68,6	-36,6%	Bloomberg	Diaria

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.